

学校编码: 10384

分类号_____密级 _____

学 号: 200015142

UDC _____

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文

五粮液投资价值分析

An Analysis on Investment Value of Wuliangye

胡 纯 田

指导教师姓名: 吴 世 农 教授

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2005 年 2 月

论文答辩日期: 2005 年 3 月

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 2 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

论文摘要

宜宾五粮液股份有限公司成立于 1997 年，于 1998 年在深交所挂牌上市，是我国最大的白酒生产和销售企业。2003 年五粮液品牌价值达 269 亿元，居中国食品行业之首，在全国最有价值品牌中排名第三。在受到政策限制、竞争非常激烈的白酒行业中，五粮液保持了良好的发展势头。受国家税收政策变更的不利影响，2001 年来五粮液的经营业绩出现了一定的调整，经过两年消化政策利空，2003 年重新步入增长轨道。

本文分析了五粮液股份有限公司的生产经营情况和财务状况，应用现金流折现模型和 EBO 定价模型分别对五粮液进行估值分析。分析结果显示五粮液具有投资价值，其股票价值应在每股 7.92 元~22.18 元之间。本文共分为五章。

第一章是五粮液股份有限公司简介。主要是介绍五粮液股份有限公司的基本情况、经营状况和主要增长因素。

第二章是中国白酒行业分析。主要分析宏观经济环境对白酒产业的影响、中国白酒产业的现状以及五粮液在白酒行业中的竞争优势。

第三章是五粮液财务状况分析。以五粮液 2001 年到 2003 年的年报为基础，主要分析五粮液的资产状况、现金流状况和盈利能力，作为投资决策的参考。

第四章是五粮液估值分析。应用现金流折现模型和 EBO 定价模型分别对五粮液进行估值定价，对两种模型进行比较分析。

第五章是五粮液投资风险分析和投资建议。从利润波动、行业竞争、税收、股市、关联交易、品牌等方面分析投资五粮液可能面临的风险。最后提出投资建议。

关键词：五粮液；财务分析；估值模型。

Abstract

Wuliangye Yibin Co., Limited was founded in 1997, and it was issued and come into market in 1998. It is the largest enterprise of production and distribution of distillate spirit in China. It has been at the first place in scale benefit among the alcohol production corporation in China in the last continued nine years. Its brand value is 26.9 billion yuan in 2003, which is the highest in the food industry and the third among “the most valuable brands” in China. Wuliangye remains favourable development trend under the circumstance of policy restriction and violent competition within the distilled spirits industry in China. Because of the adverse influence of tax policy, the revenue of Wuliangye had decreased since 2001, and resumed increase in 2003 after two years’ endeavor.

This paper analyses the production, management status and finance of Wuliangye, assesses the investment value of Wuliangye with Free Cash Flow Model and Edwards-Bell-Ohlson Model respectively. The results show that Wuliangye deserves to be invested. The stock value of Wuliangye should be within ¥7.92 and ¥22.18 per share. There are five chapters in this paper.

Chapter I is Introduction of Wuliangye Yibin Co., Limited. The basic information, management, and the main increase factor are introduced in this chapter.

Chapter II is Analysis of the Distillate Spirits Industry in China. Macro-economic-environmental infection to the distillate spirits industry, the status of the distillate spirits industry, and the competition advantage of Wuliangye in the distillate spirits industry are analysed.

Chapter III is Financial Analysis of Wuliangye. Based on the annual reports of Wuliangye from the fiscal year of 2001 to 2003, the assets, the cash flow and the profit ability of Wuliangye are analysed. It offers references for investment judgements.

Chapter IV is Stock Valuation of Wuliangye. Wuliangye is valued and

priced by using Free Cash Flow Model and Edwards-Bell-Ohlson Model respectively, and the two models have been compared and analysed.

Chapter V is Investment Risk Analysts of Wuliangye and Advice of Investment. The investment risk in profit instability, competition, tax, stock market, affiliated trade, and brand are analysed. An investment suggestion is made finally.

Key Words: Wuliangye; Financial Analysis, Valuation Model.

目 录

引 言	1
第一章 宜宾五粮液股份有限公司简介	2
第一节 宜宾五粮液股份有限公司简介	2
一、公司基本情况	2
二、1999 年—2003 年公司的主要经济指标	3
三、公司的股权结构和组织结构	7
第二节 五粮液的经营状况分析	9
一、五粮液在白酒行业中的地位	9
二、五粮液的产品与市场营销状况	9
第三节 五粮液主要增长因素分析	13
第二章 中国白酒行业分析	16
第一节 中国宏观经济环境及对白酒产业的影响	16
一、中国宏观经济环境	16
二、影响白酒行业的宏观经济环境因素	16
第二节 白酒行业的现状和特点分析	19
一、白酒产业的现状	19
二、白酒行业现阶段的特点	22
三、白酒行业前景	25
第三节 五粮液在行业内的竞争优势	26
一、规模优势	26
二、品牌优势	26
三、质量和价格优势	28
第三章 五粮液财务分析	30
第一节 资产和负债状况分析	30

一、流动性分析	30
二、资产管理比率分析	31
三、负债比率分析	33
四、应收账款分析	34
第二节 现金流量分析	36
一、现金流量的结构分析	37
二、获取现金能力分析	39
三、收益质量分析	39
第三节 盈利能力分析	41
一、利润总额和净利润分析	41
二、主营业务增长率、净利润增长率和总资产增长率分析	43
三、净资产收益率分析	44
四、经营利润率分析	45
五、财务杠杆分析	46
第四章 五粮液估值分析	48
第一节 运用现金流折现模型进行估值分析	48
一、现金流折现模型简介	48
二、估值分析过程	49
三、敏感性分析	55
第二节 运用 EBO 模型进行估值分析	56
一、EBO 模型简介	56
二、估值分析过程	58
三、敏感性分析	60
第三节 现金流折现模型和 EBO 模型的比较和选择	61
一、现金流折现模型与 EBO 模型的联系与主要区别	61
二、模型的综合评价与选择	61

第五章 五粮液投资风险分析与投资建议	63
第一节 五粮液投资风险分析.....	63
一、经营风险	63
二、消费税从严征收的风险	63
三、关联交易风险	63
四、品牌价值下跌风险	64
五、股市风险	64
第二节 投资建议.....	65
主要参考文献.....	66
附录一：自由现金流量折现模型	68
附录二：EBO 估值模型.....	70
附录三：五粮液合并资产负债表	71
附录四：五粮液合并利润表	74
附录五：五粮液合并现金流量表	75
后 记.....	79

引 言

我国的白酒生产具有悠久的历史传统和丰富的文化内涵，长期以来，白酒一直是我国酒类产品的主力品种。白酒与我国几千年历史文化融合在一起，形成了中华民族独具特色的酒文化，具有深厚的文化底蕴和消费根基。尽管白酒在饮料酒中所占份额的比例有所下降，但其市场消费的绝对量在经过一段时间的调整后已趋于稳定。同时，白酒行业的整体发展在我国整个经济形势走出低谷，进入一个新的增长期。

白酒行业内风云变幻、大起大落，不断有新的白酒企业崛起，也有曾经风光一时的白酒企业黯然退出。白酒行业龙头五粮液股份有限公司却保持了良好的发展势头：五粮液已经连续 9 年稳居中国酒业的利税第一；居 2003 年中国最有价值品牌第三，远远超过“国酒”茅台；自 1998 年上市以来，各项经济指标在白酒上市企业中名列前茅。

宜宾五粮液股份有限公司（以下简称五粮液或四川宜宾五粮液，A 股代码：000858）在 1997 年 8 月，由宜宾五粮液酒厂独家发起，并向社会公开发行人民币普通股 8000 万股募集设立。1998 年 3 月在深圳证券交易所上市，2001 年 1 月进行了配股再融资。五粮液经过 10 年的快速成长，目前是國內最大的白酒制造企业，2003 年主营业务收入 63.3 亿元。

2003 年价值投资的理念开始成为中国股市的主导，蓝筹股五粮液被多家基金和 QFII 着重关注和持有。五粮液的成长历程吸引人们从不同角度分析和研究它的成功道路。尽管五粮液已经成为白酒行业的航空母舰，但是面对国家税收政策的变革，行业的激烈竞争，五粮液的未来道路并不平坦。投资者必须从理性全面的角度分析五粮液的投资价值。

本文试着从财务报表分析和证券定价的角度，应用自由现金流量折现模型和 EBO 模型对五粮液的投资价值进行分析，希望能提供一些思路和参考。

第一章 宜宾五粮液股份有限公司简介

第一节 宜宾五粮液股份有限公司简介

一、公司基本情况

五粮液集团有限公司于 1997 年在原宜宾五粮液酒厂基础上经公司制改而成，是一家以五粮液系列酒生产为主业，涵盖塑胶加工、模具制造、印务、药业、果酒、电子器材、运输、外贸等多元化经营的特大型企业集团。拥有员工 2.1 万多人，是我国最大的白酒生产和销售企业。公司已形成年 30 万吨商品酒的生产能力，各项经济指标在全国均名列前茅。自 1994 年以来，五粮液公司连续 9 年居中国酒类企业规模效益之首。2003 年五粮液品牌价值 269 亿元，居中国食品行业之首，在全国最有价值品牌中排名第三。^①

公司主要从事“五粮液”及其系列白酒的生产和销售。主营：酒类及相关辅助产品的生产销售。公司下属的子公司有四川省宜宾五粮液供销有限公司，主要从事原材料的供应和相关产品的销售；四川省宜宾五粮液精美印务有限责任公司，主要从事包装物、刊物印刷业务；四川省宜宾五粮液投资(咨询)有限责任公司，主要从事投资活动；四川省宜宾五粮液环保产业有限公司，主要从事工业用蒸汽生产、销售；四川省宜宾五粮液集团仙林果酒有限责任公司，从事果酒生产；宜宾五粮液集团精细化工有限公司，主要从事白炭黑和乳酸生产。四川省宜宾五粮液酒厂有限公司，从事酒类产品的生产。

宜宾五粮液集团有限公司的前身是著名的宜宾五粮液酒厂。1951 年由明朝“温德丰”糟坊发展而来的“利川永”和“长发升”这两家宜宾最有名的糟坊首先联合，在此基础上成立了宜宾五粮液酒厂。五粮液酒的直接前身是明朝宜宾“温德丰”糟坊所酿的“杂粮酒”，在晚清，“杂粮酒”

^① <http://www.wuliangye.com.cn>

正式命名为五粮液，它的成功秘诀首推经不断完善沿用至今的“温德丰”糟坊第一代老板陈氏创造的“陈氏秘方”，使得五粮液酒具有香气悠久、味醇厚、入口甘美净爽、各味调谐、酒味全面的独特风格，成为我国浓香型曲酒的典型代表。五粮液酒以高粱、糯米、大米、小麦和玉米五种粮食酿造而成，生产工艺独特，为中国八大名酒之一。自 1915 年五粮液荣获巴拿马国际博览会金奖后，五粮液及其系列酒曾 20 次获得国际金奖、特别、特级、唯一金奖，计国际金牌 32 枚，名列浓香型曲酒第一。^①

宜宾五粮液股份有限公司（以下简称五粮液或四川宜宾五粮液，A股代码：000858）在1997年8月，由宜宾五粮液酒厂独家发起，并向社会公开发行人民币普通股8000万股募集设立。公司于1998年3月27日公开发行新股，发行价14.77元/股，共募集资金11.66亿，发行后总股本3.2亿股。公司股票4月27日在深圳证券交易所挂牌交易。1999年中报公司每10股转赠5股派12.5元人民币；2000年年报10配2股，配股价25元/股，募集资金7.67亿元；2001年中报10送4转赠3股派1元，年报10送1转赠2股派0.25元。2002年3月11日，宜宾市国有资产管理局将所持股份全部无偿转给宜宾市国有资产经营有限公司，后者成为公司第一大股东。2003年实施经公司股东大会审议通过2002年度分配方案公司按每10股转增2股的比例以资本公积向全体股东转增股本22,595.04万股，总股本变更为135,570.24万股，其中：国家股97,381.44万股，占总股本的71.83%，流通股股东持有38,188.80万股，占总股本的28.17%。国家股由宜宾市国有资产经营有限公司持有。^②

二、1999 年—2003 年公司的主要经济指标

表 1—1 及图 1—1 至图 1—5 为五粮液 1999—2003 年的主要经济指标及其比较。

^① <http://www.wuliangye.com.cn>

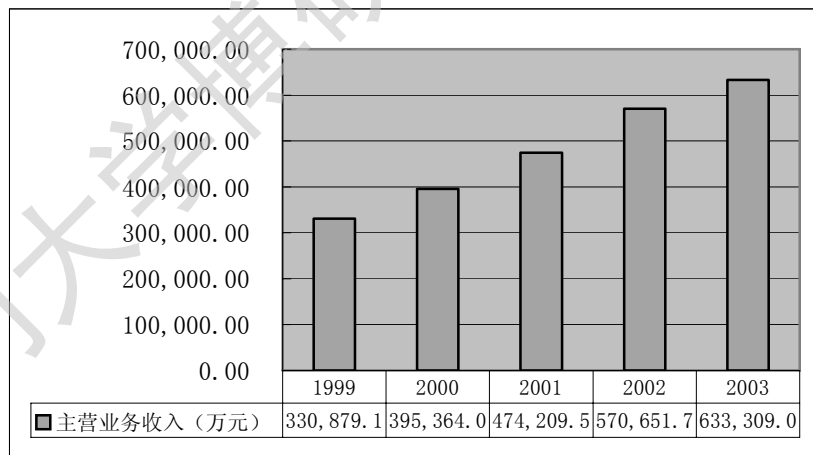
^② 资料来源：五粮液招股说明书及其 1998 年到 2003 年年报

表 1-1：五粮液 1999—2003 主要会计数据和财务指标

项 目	1999	2000	2001	2002	2003	2003/ 1999
主营业务收入 (万元)	330,879.10	395,364.01	474,209.53	570,651.74	633,309.06	1.91
总资产 (万元)	391,889.88	460,091.72	668,786.82	726,173.50	826,277.97	2.11
股东权益 (万元)	242,049.94	318,861.15	469,374.97	530,705.55	601,002.99	2.48
净利润 (万元)	64,902.20	76,811.21	81,140.78	61,323.46	70,297.45	1.08
每股收益 (元)	1.35	1.60	0.93	0.54	0.52	0.38
每股净资产 (元)	5.04	6.64	5.40	4.70	4.43	0.88
调整后的每股净资产 (元)	5.04	6.62	5.39	4.70	4.42	0.88
每股经营活动现金 (元)	1.87	2.70	1.23	0.93	0.77	0.41
净资产收益率 (%)	26.81	24.09	17.29	11.56	11.70	0.44

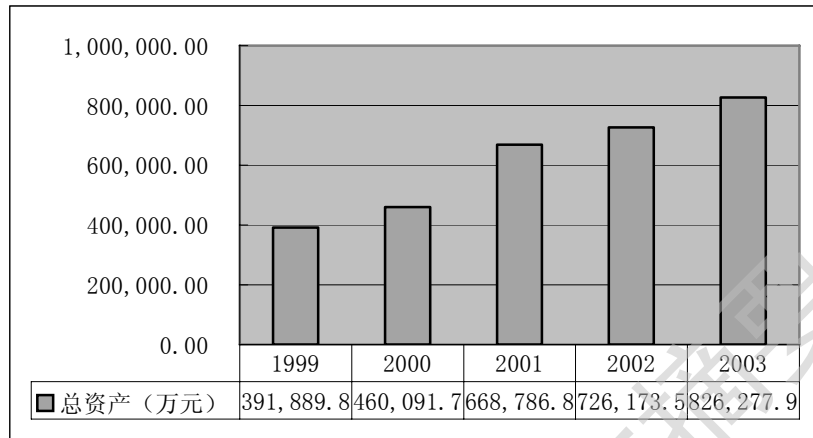
资料来源：根据五粮液 1999—2003 年年度报告分析整理。

图 1-1：五粮液 1999—2003 年主营业务收入比较



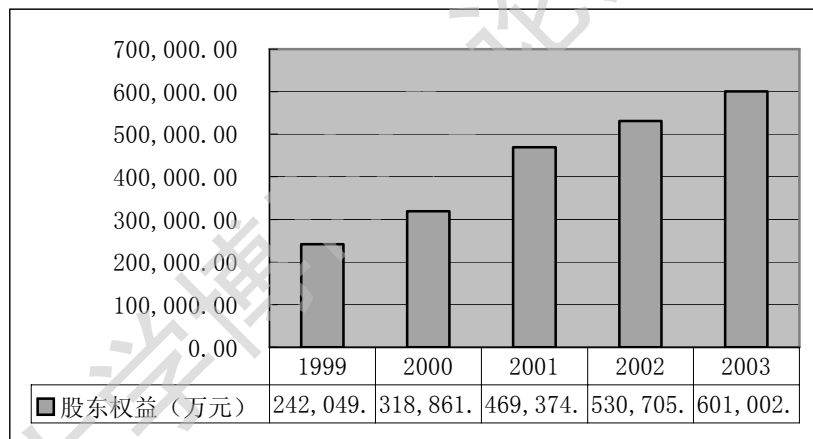
资料来源：根据五粮液 1999—2003 年年度报告分析整理。

图 1-2：五粮液 1999—2003 年总资产比较



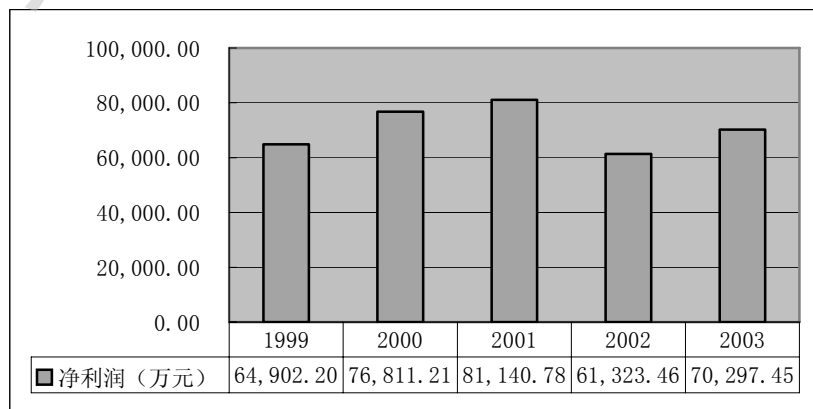
资料来源：根据五粮液 1999—2003 年年度报告分析整理。

图 1-3：五粮液 1999—2003 年股东权益比较



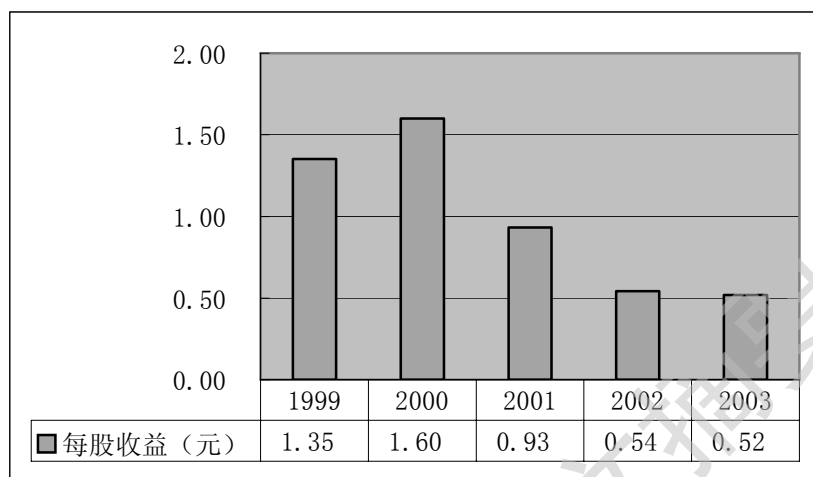
资料来源：根据五粮液 1999—2003 年年度报告分析整理。

图 1-4：五粮液 1999—2003 年净利润比较



资料来源：根据五粮液 1999—2003 年年度报告分析整理。

图 1—5：五粮液 1999—2003 年每股收益比较



资料来源：根据五粮液 1999—2003 年年度报告分析整理。

从表 1—1 及图 1—1、1—2、1—3 可以看出，从 1999 年到 2003 年，五粮液的主营业务收入、总资产及股东权益连年增长，截至 2003 年 12 月 31 日，五粮液拥有总资产 82.6 亿，股东权益 60.1 亿，2003 年销售收入 63.3 亿，净利润 7.03 亿。

但是从图 1—4 和图 1—5 发现，五粮液的净利润和每股收益并未随主营业务收入增长而增长，这主要是因为最近两年国家税收政策变化（从 2001 年 5 月 1 日起调整酒类产品消费税计税办法，粮食白酒薯类白酒实行从量定额和从价定率相结合计算应纳税额的复合计税办法，同时取消现行的以外购酒勾兑生产的企业可以扣除其购进酒已纳消费税的抵扣政策。）导致五粮液（000858）上缴主营业务税金及附加（主要是消费税）大幅度增加所致。公司 2003 年的净利润比 2002 年增长了 14.6%，说明公司很快消化税收政策的不利因素，重回增长轨道。而五粮液近几年的股本扩张过快导致其每股收益摊薄，因而从 2000 年以来每股收益逐年下降。

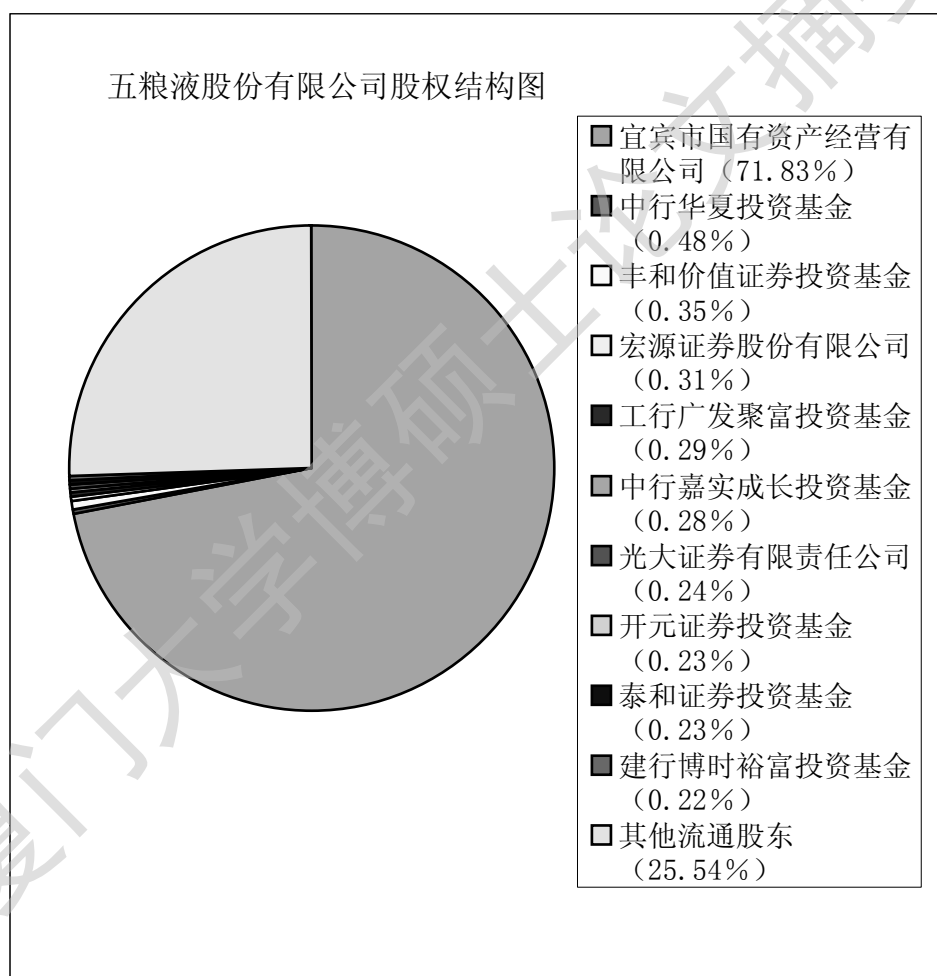
总体而言，1999 年以来，五粮液的主营业务收入、总资产及股东权益连年保持 10—20% 的快速增长，同时净利润也保持较好的增长势头，只是近两年受国家税收政策调整有所放缓。目前公司仍处于成长期，未来还有较大的发展空间。

三、公司的股权结构和组织结构

1. 股权结构

截止 2003 年 12 月 31 日，公司总股本为 1355702400 股，其中国家股为 973814400 股，占 71.83%，社会公众流通股为 381888000 股，占 28.17%。具体 10 大股东持股情况如图 1-6 所示。

图 1-6：五粮液股份有限公司股权结构图



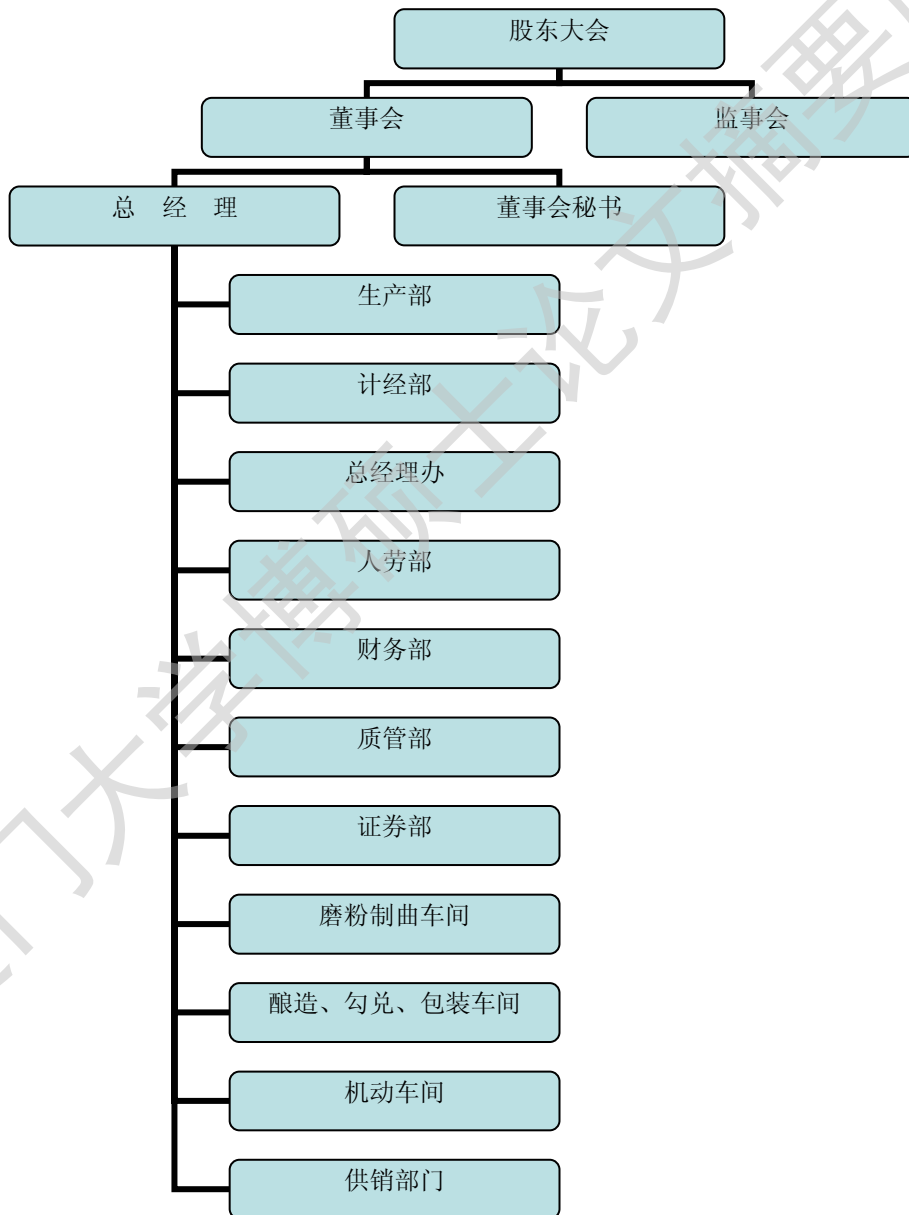
资料来源：五粮液 2003 年年度报告。

2. 组织结构

五粮液股份有限公司组织结构如图 1-7 所示。股东大会是公司最高决策机构；董事会负责对公司战略目标、计划进行制订；监事会对公司的国

有资产保值增值状况实施监督；总理由董事会委任，职责是负责公司日常生产经营活动，管理下设的十一个部门。

图 1—7:五粮液股份有限公司组织结构图



资料来源：根据五粮液招股说明书及 2003 年年度报告整理。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库